

公司研究

行业因素拖累业绩，业务外延扩张值得期待

——中国神华（601088.SH）2025 年一季报点评

要点

事件：2025 年 4 月 25 日，公司发布了 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 695.9 亿元，同比-21.1%，归母净利润 119.5 亿元，同比-18.0%，扣非净利润 117.1 亿元，同比-28.9%。

煤炭量价下跌拖累业绩，长协煤盈利仍稳健。（1）2025Q1，秦皇岛港口 5500 大卡煤炭均价 721 元/吨，同比-20.0%；（2）2025Q1，公司煤炭总销售量 9930 万吨，同比-15.3%，销售均价 506 元/吨，同比-11.5%，其中年度长协煤销量 6350 万吨，同比+8.5%，年度长协煤销售均价 502 元/吨，同比+2.4%；（3）在煤炭业务量价下跌的背景下，公司 2025Q1 煤炭业务营业收入 516.0 亿元，同比-25.7%，毛利润 155.1 亿元，同比-22.8%。

煤电装机小幅增长，但发电量受需求偏弱影响下滑。（1）2025Q1，我国火电累计发电量 1.5 万亿千瓦时，同比-4.4%；（2）2025Q1，公司完成收购杭锦能源 100%股权后，燃煤发电装机相应增加 1200 兆瓦（环比+2.8%）；（3）在火电需求偏弱的背景下，2025Q1 公司境内燃煤发电量为 483.6 亿千瓦时，同比-12.0%，燃煤发电平均利用小时数为 1097 小时，同比-11.9%，售电均价 0.379 元/度，同比-6.4%；（4）受燃煤发电量、电价下滑的影响，2025Q1 公司电力业务营业收入 208.5 亿元，同比-14.7%，毛利润 32.1 亿元，同比-21.2%。

A 股年度股息率为 5.9%，业务外延扩张值得期待。（1）公司 2024 年度利润分配预案为每股派发人民币 2.26 元（含税），全年分红比例为 76.5%，对应 A 股年度股息率为 5.90%（按 2025 年 4 月 30 日收盘价计算）；（2）公司 2025 年 2 月完成了杭锦能源 100%股权的收购，目前国家能源集团和中国神华正在协商启动新一批的注资交易，继续推进煤炭优质资产注入上市公司。

盈利预测、估值与评级：考虑到 2025 年煤价中枢大概率下移，我们分别下调 2025-27 年归母净利润预测 8.3%、8.4%、10.4%至 497.7 亿元、512.5 亿元、522.0 亿元，对应 EPS 分别为 2.50、2.58、2.63 元，公司业务外延扩张值得期待，维持“增持”评级。

风险提示：经济失速下滑；政府进一步调控大宗商品价格；公司产能利用率不及预期；海外煤价大幅下跌导致公司煤炭售价下降。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	343,074	338,375	312,384	318,298	324,212
营业收入增长率	-0.42%	-1.37%	-7.68%	1.89%	1.86%
归母净利润（百万元）	59,694	58,671	49,767	51,246	52,203
归母净利润增长率	-14.26%	-1.71%	-15.18%	2.97%	1.87%
EPS（元）	3.00	2.95	2.50	2.58	2.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.61%	13.74%	11.53%	11.56%	11.49%
P/E	13	13	15	15	15
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

增持（维持）

当前价：38.30 元

作者

分析师：李晓渊

执业证书编号：S0930523100002

021-52523881

lixiaoyuan@ebscn.com

分析师：蒋山

执业证书编号：S0930524050002

021-52523815

jiangshan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	198.69
总市值(亿元):	7609.64
一年最低/最高(元):	34.78/47.50
近 3 月换手率:	10.67%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.11	-0.69	-1.13
绝对	-0.91	-1.34	1.95

资料来源：Wind

相关研报

盈利稳健、分红比例提升，红利龙头价值凸显——中国神华（601088.SH）2024 年报点评（2025-03-23）

一体化布局的能源巨头，高比例分红的“现金奶牛”——中国神华（601088.SH）投资价值分析报告（2024-11-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	343,074	338,375	312,384	318,298	324,212
营业成本	219,922	223,192	213,142	217,176	221,209
折旧和摊销	21,860	22,543	24,366	25,474	26,624
税金及附加	18,385	17,784	14,886	15,168	15,450
销售费用	425	491	453	462	470
管理费用	9,812	10,340	9,546	9,727	9,907
研发费用	3,007	2,727	3,000	3,000	3,000
财务费用	501	129	119	121	124
投资收益	3,815	4,871	4,000	4,000	4,000
营业利润	91,367	88,362	73,786	75,962	77,369
利润总额	87,176	85,793	73,186	75,362	76,769
所得税	17,578	16,928	14,637	15,072	15,354
净利润	69,598	68,865	58,549	60,289	61,415
少数股东损益	9,904	10,194	8,782	9,043	9,212
归属母公司净利润	59,694	58,671	49,767	51,246	52,203
EPS(元)	3.00	2.95	2.50	2.58	2.63

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	89,687	93,348	74,445	83,072	84,880
净利润	59,694	58,671	49,767	51,246	52,203
折旧摊销	21,860	22,543	24,366	25,474	26,624
净营运资金增加	11,027	-3,591	-6,402	2,403	2,937
其他	-2,894	15,725	6,715	3,949	3,116
投资活动产生现金流	-36,974	-85,359	-9,664	-26,000	-26,000
净资本支出	-35,583	-35,790	-30,000	-30,000	-30,000
长期投资变化	55,571	59,840	0	0	0
其他资产变化	-56,962	-109,409	20,336	4,000	4,000
融资活动现金流	-76,131	-51,173	-46,978	-40,063	-40,729
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-12,778	-372	-1,956	-128	392
无息负债变化	2,083	2,727	-10,618	1,063	526
净现金流	-23,284	-43,100	17,803	17,010	18,151

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.9%	34.0%	31.8%	31.8%	31.8%
EBITDA 率	35.0%	32.2%	31.1%	31.3%	31.5%
EBIT 率	27.9%	25.0%	23.3%	23.3%	23.3%
税前净利润率	25.4%	25.4%	23.4%	23.7%	23.7%
归母净利润率	17.4%	17.3%	15.9%	16.1%	16.1%
ROA	11.0%	10.5%	8.9%	8.9%	8.7%
ROE (摊薄)	14.6%	13.7%	11.5%	11.6%	11.5%
经营性 ROIC	15.9%	13.9%	11.9%	12.0%	12.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	24%	23%	21%	21%	20%
流动比率	2.17	2.21	2.56	2.74	2.92
速动比率	2.03	2.08	2.40	2.58	2.76
归母权益/有息债务	9.57	10.08	10.69	11.01	11.18
有形资产/有息债务	13.10	13.77	14.52	15.12	15.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	630,131	658,068	659,141	680,552	701,888
货币资金	149,986	142,415	160,218	177,228	195,379
交易性金融资产	0	17,302	0	0	0
应收账款	11,875	12,466	11,246	11,459	11,672
应收票据	7,983	3,036	1,031	1,050	1,070
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	12,846	12,482	12,440	12,622	12,805
其他流动资产	10,262	11,192	11,192	11,192	11,192
流动资产合计	198,951	205,125	202,521	220,066	238,754
其他权益工具	2,486	2,787	2,787	2,787	2,787
长期股权投资	55,571	59,840	59,840	59,840	59,840
固定资产	256,933	257,149	259,050	260,877	262,322
在建工程	20,474	27,575	31,831	35,023	37,418
无形资产	61,630	64,776	63,430	62,112	60,820
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	23,437	28,850	28,850	28,850	28,850
非流动资产合计	431,180	452,943	456,619	460,485	463,134
总负债	151,761	154,116	141,542	142,477	143,395
短期借款	2,927	1,037	0	0	0
应付账款	38,320	38,059	38,366	39,092	39,818
应付票据	581	146	0	0	0
预收账款	0	73	0	0	0
其他流动负债	8,781	10,024	10,024	10,024	10,024
流动负债合计	91,585	92,620	79,084	80,424	81,735
长期借款	29,636	28,932	28,932	28,932	28,932
应付债券	2,972	0	2,142	1,705	1,282
其他非流动负债	25,099	30,190	30,190	30,190	30,190
非流动负债合计	60,176	61,496	62,458	62,053	61,660
股东权益	478,370	503,952	517,598	538,074	558,492
股本	19,869	19,869	19,869	19,869	19,869
公积金	79,615	79,729	79,729	79,729	79,729
未分配利润	288,491	302,252	307,116	318,549	329,754
归属母公司权益	408,692	426,866	431,730	443,163	454,368
少数股东权益	69,678	77,086	85,868	94,912	104,124

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.12%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
管理费用率	2.86%	3.06%	3.06%	3.06%	3.06%
财务费用率	0.15%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
研发费用率	0.88%	0.81%	0.96%	0.94%	0.93%
所得税率	20%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	2.26	2.26	2.00	2.06	2.10
每股经营现金流	4.51	4.70	3.75	4.18	4.27
每股净资产	20.57	21.48	21.73	22.30	22.87
每股销售收入	17.27	17.03	15.72	16.02	16.32

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13	13	15	15	15
PB	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	7.7	8.4	9.3	9.1	8.9
股息率	5.9%	5.9%	5.2%	5.4%	5.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP